

Flujo de Caja de Largo Plazo y EBITDA

La clasificación de riesgo responde a la evaluación conjunta de aspectos cuantitativos y cualitativos, los que permiten determinar la capacidad de las compañías de hacer frente a sus compromisos financieros.

Entre los indicadores cuantitativos, es usual utilizar el EBITDA como capacidad de generación de flujos de los emisores. No obstante, este indicador presenta fluctuaciones que no necesariamente están bajo el control de la compañía, razón por la cual **Humphreys** ha implementado el "Flujo de Caja de Largo Plazo". La presente ficha técnica tiene como finalidad presentar el objeto y alcance de este indicador, de manera que los diversos analistas puedan conocer sus características y alcances.

EL EBITDA como medida de capacidad de pago

El EBITDA¹ es una medida común para evaluar la capacidad de generación de flujos de una compañía, y es utilizada ampliamente, entre otros objetivos, para estimar el valor de una empresa o para determinar la capacidad de pago de la deuda de una compañía, razón por la cual suele ser incorporada en la definición de *covenants* establecidos en las emisiones de deuda.

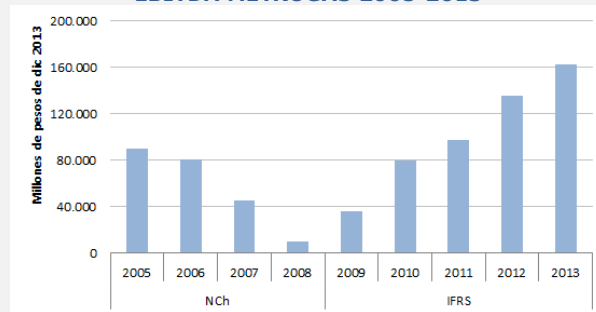
En efecto, las emisiones de bonos consideran restricciones que buscan reducir la exposición de riesgo de los bonistas, estableciéndose, típicamente, límites al endeudamiento, el cual no puede superar un determinado múltiplo del EBITDA, o bien de cobertura de gastos financieros, los cuales no pueden superar un porcentaje del EBITDA.

No obstante su extenso uso, este indicador presenta diversas limitantes al momento de ser utilizado en un proceso de clasificación de riesgo, el cual, como se sabe, busca determinar la capacidad de pago de la deuda de la compañía, la cual responde a consideraciones de largo plazo o estructurales de los emisores.

En efecto, aun cuando la generación de EBITDA responde a condiciones estructurales de las firmas, debe considerarse que este indicador puede presentar oscilaciones por razones exógenas transitorias que escapan al control de la compañía, tales como: cambios en el entorno de negocios, en la normativa que rige su operación, o, incluso, por razones climáticas.² La Ilustración 1, por ejemplo, muestra la variabilidad del EBITDA de Metrogas durante el período de falta de suministro de gas natural desde Argentina.

Ilustración 1

EBITDA METROGAS 2005-2013



¹ El EBITDA corresponde a las siglas en inglés del resultado antes de impuestos, depreciación y amortización (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*). No obstante, **Humphreys** lo calcula como resultado operacional más depreciación y amortización de intangibles. Las diferencias de ambas definiciones son mínimas, presentando resultados y tendencias similares.

² Lo cual puede llevar, incluso, al incumplimiento de *covenants* por estas razones externas y exógenas a la compañía.

Indicador *Humphreys* "Flujo de Caja de Largo Plazo"

Como una manera de aislar la clasificación de riesgo de estas fluctuaciones transitorias, *Humphreys* ha desarrollado el indicador Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP), el cual consiste en realizar, a partir de información histórica, una estimación de la capacidad de generación de flujos de la firma, considerando el desembolso por gastos financieros e impuestos.

EL FCLP puede ser visto como el flujo de caja, antes de reparto de dividendo e inversiones, que la compañía es capaz de generar, dado su nivel de activos vigentes. Es un indicador más exigente que el EBITDA, pero menos sujeto a las fluctuaciones naturales que se dan entre un ejercicio y otro.

Para efectos de evaluación, *Humphreys* contrasta la deuda financiera con el FCLP y no sólo con el EBITDA.

Estimación FCLP

$$\text{FCLP} = \text{AT} * \text{RPL} - \text{DF} * \text{t int prom.} (1-t)$$

Donde: AT = Activos Totales
 RLP = Rentabilidad Largo Plazo
 DF = Deuda Financiera
 T int prom = Tasa de interés promedio de la deuda financiera
 t = tasa de impuesto

$$\text{Se define RLP} = \Sigma \text{RAA} / n$$

RAA = Rentabilidad Anual Activos
 $= \text{Ebitda} + \text{UER} * 0,3 - \text{T} - \text{GF} * \text{t} / \text{ADP}$

Donde: UER = Utilidad Empresas Relacionadas
 T = Impuestos
 GF = Gastos Financieros
 ADP = Activos Depurados Promedio

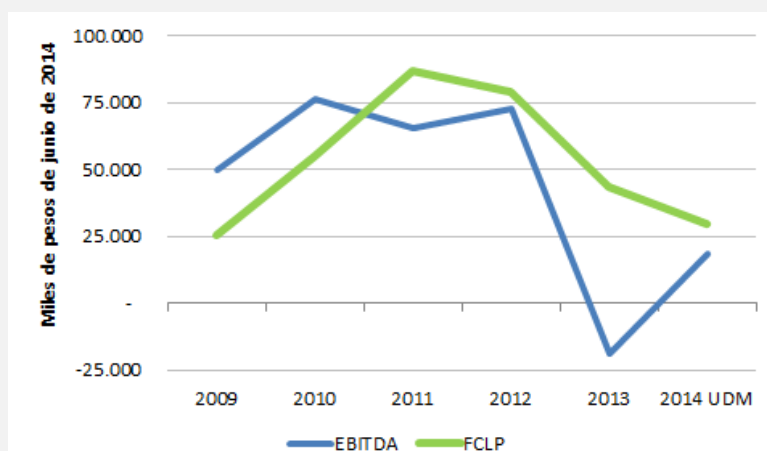
$$\text{ADP} = [(\text{TA} - \text{AE})_i + (\text{TA} - \text{AE})_{i+1}] / 2$$

Donde: TA = Total Activos
 AE = Activos en Ejecución

El cálculo del FCLP considera el promedio de la rentabilidad de los activos para los últimos años (usualmente cinco ejercicios). La Ilustración 2 presenta la trayectoria tanto del FCLP como del EBITDA de una emisora local.

Ilustración 2

FCLP y EBITDA 2009-2014 (últimos doce meses)

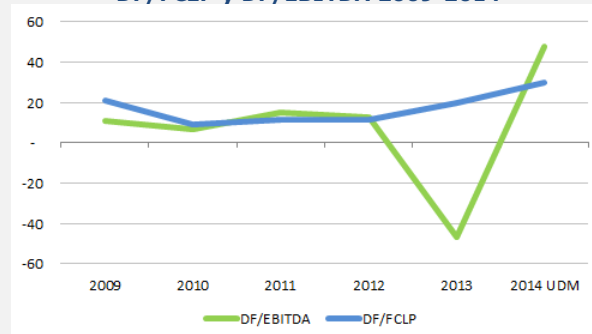


Indicador central de referencia (DF/FCLP)

Una vez estimado el FCLP, **Humphreys** determina el indicador central de referencia Deuda Financiera (DF)/FCLP, el cual permite ranquear a las emisoras, de acuerdo a la industria que operan, así como en función de sus fortalezas estructurales³ y su indicador de endeudamiento. De esta manera, para una clasificación dada, a mayor fortaleza estructural se permite un mayor nivel de endeudamiento DF/FCLP.

Ilustración 3

DF/FCLP y DF/EBITDA 2009-2014



La Ilustración 3 presenta los indicadores de endeudamiento relativo DF/EBITDA y DF/FCLP para la emisora local seleccionada.

Se aprecia que las oscilaciones transitorias del EBITDA determinan fluctuaciones del indicador DF/EBITDA. Por lo tanto, una clasificación de riesgo basada en este indicador (o basada sólo en el EBITDA) significaría que la nota asignada estaría sujeta a oscilaciones transitorias y de corto plazo, con los consiguientes cambios en los precios de los instrumentos y efectos patrimoniales sobre los tenedores de bonos (un ejemplo claro de los beneficios de este indicador se da en empresas de generación hidroeléctrica, que exhiben un elevado EBITDA en años lluviosos, pero reducido en períodos secos).

Conclusiones

La clasificación de riesgo de las empresas debe considerar la capacidad de pago de éstas en función de su generación de flujos de largo plazo y no en relación con los resultados de un año en particular. La metodología **Humphreys** ha desarrollado un indicador de endeudamiento de referencia, que contrasta la deuda financiera con el FCLP, el cual consiste en una estimación de la generación de flujos de largo plazo sobre la base del nivel de activos a la fecha (capacidad productiva), por tanto, corresponde a un proxy de los flujos disponibles para la amortización o pago de la deuda (antes de pago de dividendos e inversiones, pero incluyendo los desembolsos por gastos financieros e impuestos).

Este indicador central de referencia se utiliza en conjunto con el análisis de fortaleza estructural de la empresa, lo cual asigna una mayor clasificación a mayor fortaleza estructural y/o menor endeudamiento de la emisora.

Finalmente, este indicador es sensibilizado, en particular en los casos que se tiene conocimiento de cambios en la capacidad de generación de flujos de la compañía, debido, por ejemplo, a la enajenación o aumentos de la base de activos de la compañía.

³ Las fortalezas estructurales corresponden a aquellos aspectos que favorecen la viabilidad de las operaciones de la empresa en el largo plazo.